

债转股的风险与时机分析

——为当前债转股设计最优机制安排

江曙霞¹ 郭 晔²

(厦门大学财政金融系,厦门市 361005)

摘 要:我国债转股的初衷在于解救陷入“危机”之中的银行与企业,从中达到“双赢”的理想境界。然而理性的人们已经认识到债转股所带来的效应可能远非想象中的最优,债转股的风险与收益并存。可以说,我国债转股处于矛盾的处境之中,它一方面化解风险,另一方面又可能滋生新的风险。而风险的产生必有其根源,通过较详尽的理论分析,本文诠释了债转股风险的生成机理,否定“风险源于时机欠佳”的看法,指出在已有的现实条件下,为债转股本身设计的机制欠妥是风险产生的真正源头。并且据此提出最小化债转股风险的途径:为债转股设计最优机制安排。

关键词:债转股;风险;机制安排

中图分类号:F832.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2000)05-0108-05

新事物的运作总是带有两面性,债转股在力图化解金融风险的同时,也可能滋生新的风险。本文拟对我国债转股过程中可能产生的新风险及其形成机理作较全面的解释,旨在根除风险的生长源,为最小化债转股风险设计更为科学的机制安排。

一、债转股一方面化解风险,一方面又可能滋生新风险

债转股过程实际上包括进入、管理和退出三个阶段。同时,债转股的流程中牵涉主体甚多,包括银行、企业、国家经贸委、资产管理公司(AMC)、地方政府、财政部等,而这些主

收稿日期:2000-03-31

作者简介:江曙霞(1955.09-),女,福建泉州人,经济学博士,厦门大学财政金融系教授、博士生导师。研究方向为中央银行制度与金融监管,出版专著、合著8本,公开发表论文70余篇。

郭 晔(1977.04-),女,江西南昌人,厦门大学财政金融系博士生,主要研究方向为中央银行制度与金融监管。

体间均相互独立,因而必然存在主体之间的利益分歧甚至冲突,于是多方主体博弈的过程便为滋生风险提供了温床。

债转股风险之一——“进入”风险。显然,所谓“进入”风险即指在银行把负债企业委托资产管理公司管理,资产管理公司“进入”企业的这一阶段中,可能产生的种种风险。“进入”风险大致包含两方面的内容:其一,银行或资产管理公司在挑选债转股企业时所面临的逆向选择风险与“高压”风险。选择债转股企业与银行选择贷款企业相似,首先都存在信息非对称的问题,在银行或 AMC 对企业真实情况不甚了解的状况下,不符合条件的企业可能会利用一些非正当的“包装”手段,使本企业符合债转股的标准,搭上债转股的便车。其次,都有对国有大企业的偏向性。当面对一家国有大企业与一家民营企业条件相当甚至后者略优于前者时,银行或 AMC 的偏向性可能会一览无疑。再者,银行或 AMC 在挑选债转股企业上究竟有多大自主性,尚无法定论。它们是否会受到来自有关部门的“高压”而丧失部分自主权,违心地选择债转股企业。从债转股的工作程序来看,国家经贸委推荐、债权银行评审和国家经贸委、人民银行核批,国家仍未退出债转股的挑选集团,“高压”风险现实存在。其二,银行与资产管理公司之间的博弈风险。现在四家国有银行各自成立的 AMC 是采取独立法人的形式,因此不可避免地,银行与其可能发生利益分歧。在债转股额度受到限制的情况下,银行当然希望将最坏的不良资产(最不可能收回的不良资产)委托给 AMC 转成股权。而这样无疑增加了 AMC 的管理风险与成本,且减低了债转股的成功率。

债转股风险之二——“管理”风险。在进入阶段完成后,债转股流程步入管理阶段,资产管理公司持有债转股企业的股权,成为其股东,必然应享有股东权利——监督、管理企业经营活动,参与企业重大事件的决策,并按收益取得分红。然而,在此阶段中亦蕴含不少风险。一方面作为企业,自然不愿意出让监管权利,受制于 AMC。因此它可能会想方设法逃避 AMC 的监管,使得 AMC 形同虚设,无实质性权利,企业既吃到了债转股“免费午餐”,又没有受到行为制约,对它来说当然是最佳的结果。另一方面,资产管理公司有没有能力监管企业。成立不久的 AMC 是一个财政色彩较浓的实体,赚了归自己,亏了有财政在其后支撑,其在监管企业过程中缺乏有力的激励机制,再加上缺少经验丰富的专门人才,很可能令 AMC 在短期内难以担此重任。再一方面,在对企业的管理过程中,资产管理公司的道德风险。AMC 作为一个独立经营实体,有可能出于利益的诱惑令国家蒙受损失。

债转股风险之三——“退出”风险。资产管理公司作为一种过渡形式,必然要择机退出企业。按退出机制的不同,债转股可分为两种:封闭式债转股和开放式债转股。在封闭式债转股中,“银行—AMC—企业”三体组成一个闭回路,AMC 的退出只有依赖于企业用经营利润回购股权,而企业到底能否立即转亏为盈,能在多长时间内可以购回股权,谁都无法保证。于是为了回购股权,企业可能重新依靠贷款或发债,这岂不是绕了一大圈又重回原点了吗?在开放式债转股中,由“银行—企业—AMC—社会”组成一个开回路,AMC 通过将企业股权卖给公众而退出,然而 AMC 可否顺利将股权出售,公众对债转股企业的偏见以及 AMC 大量抛售股权的行为是否会加重公众的悲观心理等,这些都将是阻碍 AMC

成功退出的潜在风险。

二、我国债转股风险是否源于时机欠佳

有学者认为,从理论上讲,一个国家消化和处理金融体系中不良资产的最佳时机在经济高速增长时期和国民经济繁荣运行年间(周天勇,2000)。我国目前的宏观、微观经济环境是:宏观经济局势不容乐观,通货紧缩仍在继续,社会消费需求、投资需求均不旺,失业率提高,物价持续下跌,企业普遍不景气,此其一;体制转轨尚未完成,带有行政色彩的印迹未能完全抹去,国有银行商业化转轨没有形成“质”的变化,此其二;市场条件不甚完善,货币市场与资本市场发展程度不高,尤其是资本市场的发展,直接关系到债转股的退出能否顺利实现,此其三。由此,可以说我国如今经济的种种迹象表明债转股时机欠佳。

上述风险是否根源于债转股实施的时机欠佳。关于这一点,众说纷纭。我们认为目前实施债转股所遇时机着实欠佳,但是不能将其简单地归为风险的生长源。我国现在的经济环境的确为债转股增添了艰巨性与困难性,然而更应当认识到,首先,金融体系内潜在的金融风险往往只有在宏观环境不佳时方得以充分表现,目前大量不良债权的存在已成为制约我国宏观经济复苏的“瓶颈”,因此,无论时机是否最佳,债转股势在必行;其次,体制转轨中关键是企业经营机制的转换,而债转股中暗含的深层次目标即是,力图在债转股过程中实现国有经济的战略性退出,建立新型的企业经营机制。债转股在与体制转轨并行的过程中,以求促进后者的高质量完成;最后,债转股的行为是在资本市场达到完善之前为解救企业与银行而施行的一种因应性策略,如果资本市场已完善发达,企业可以通过直接融资方式方便地筹集到资金。

时机欠佳并不是债转股中的实质性问题,也不是债转股风险产生的“源头”。我们认为,目前为债转股本身设计的机制欠妥是导致上述风险生成的根结所在。关于债转股机制设计方面的缺陷表现在:

1. 债转股中各微观主体之间的关系界定与安排欠考虑。由于债转股牵涉的微观主体较多,于是各主体为追求自身利益最大化而作出的决策行为可能发生冲突,并由此产生道德风险、逆向选择风险等。债转股中各主体关系包含以下内容:第一,商业银行与其资产管理公司。1999年四大国有银行相继成立了各自的AMC,AMC作为一个独立法人出现,然而两者之间的关系究竟如何界定;当两者在选择债转股企业、选择不良资产类型等问题上发生分歧时,如何调合,双方各自的权限多大;怎样能使AMC不成为完全趋利性的经营实体等等这类问题都有待通过更为细致的机制设计予以解决。第二,企业与资产管理公司。银行将债务企业委托AMC管理,把对企业的债权变成AMC对企业的股权,因此企业与AMC之间的关系是股权关系。然而其中,一则AMC属独立法人,其与银行间在利益上不完全一致,因而不能排除在企业有意拉拢与利益诱惑面前,会有“变节”的可能性;二则AMC对企业并无实质性的约束效力,因此在企业蓄意不令其真正享有股东权利时,AMC显得无能为力。第三,国家有关部门与资产管理公司或银行。国家经贸委、银行或AMC组成了债转股企业的挑选集团,其中AMC的自主权有多大,国家经贸委是否仅体现

推荐与监督作用等,均未能确定。同时,AMC与财政部之间,AMC的初始资本由财政部提供,并且财政部被委托对AMC的赤字予以弥补,于是乏力的激励机制促使AMC在债转股过程中缺乏必要的约束力,国家将可能为债转股付出高额代价。

2. 配套的制度安排以及法律、法规均欠完善。关于配套的法律、法规问题(黄金老, 2000),一是原有的法律、法规中与当前债转股过程有冲突的部分需要修改,二是与债转股有关的债务重组事项需立法。同时,配套的制度安排中最为重要的一项是证券市场的信息披露。如前所述,开放式债转股追求的是将风险分散到社会,AMC在证券市场上出售股权以获得退出,然而我国证券市场信息披露制度不尽人意,信息不准确、不及时且不真实,信息流通不畅,致使社会公众难以了解债转股企业在AMC管理期间的真实经营状况,无法作出投资决策。再加之公众对债转股企业缺乏足够的信心,极有可能导致AMC难以顺利退出。因此进一步发展证券市场,特别是逐步完善信息披露制度,是降低债转股“退出”风险的关键。

三、最小化债转股风险的途径——科学设计债转股的机制安排

从债转股风险产生的机理来看,最小化风险的关键是:依据现实的外部条件,科学设计债转股的机制安排。其着眼点在两大方面,一是明确界定债转股各微观主体之间的关系;二是健全与之配套的法律、法规与其他制度安排。具体到实施方面,债转股的机制设计归纳为以下几点:

首先,运用制定法律、法规、条例等手段明晰债转股过程中各主体之间的“利害关系”,保证做到有法可依、有章可循。突出表现为:在进入阶段,挑选债转股企业时期,明确规定国家经贸委、银行及资产管理公司在挑选集团中各自的权限,特别是当银行与资产管理公司出现不一致的情况下,该如何“裁决”;在管理阶段,资产管理公司与企业的关系、资产管理公司对企业享有的股东权利以及当企业有意“排斥”资产管理公司令其权利无法实现时,AMC可以采取的惩罚手段,均应拟定债转股条例予以明确。

其次,建立与完善债转股中的监督机制。债转股中的监督机制包含国家监督与社会监督两层含义。国家监督意指国家经贸委、中国人民银行对债转股过程中银行与资产管理公司的行为进行监督,防止其滥用债转股计划,这无疑为中国人民银行的金融监管工作提出了新的课题;社会监督在我国相对缺乏,“黑箱作业”情形较为严重,在债转股中是否可以考虑尝试进行阶段性的信息公开,一是选择债转股企业过程中,将参选企业名单及各自的经营状况公开;二是管理阶段中,定期公开企业的经营状况信息,这样不仅有利于社会公众的监督,而且为今后资产管理公司在证券市场上实现退出作铺垫。

再者,优化债转股中的激励机制。现行的资产管理公司是以独立法人的形式出现,并不是银行的子公司,而且债转股的收益归其控制,亏损则由财政部负责弥补。这样一来,资产管理公司的激励机制松散,再加上它本身并不擅长于管理企业,亏损似乎在所难免。既然资产管理公司是一种过渡性质的机制,就不必在它的出现形式上作过多的讨论,建议资产管理公司可先从银行折价收购企业股权,并在规定的期限内以股权产生的收益交给

银行抵补折扣,抵补之后的时期中若发生赤字,财政部才负责在一定额度内予以弥补。如此做法,既适当减轻财政的负担,又对资产管理公司产生了一定的约束与激励。

最后,健全配套的系列制度。最为突出的是证券市场的信息披露制度,保证证券市场上信息的准确及时,以及流动畅通,为债转股的顺利完成提供“制度性”保障。

参考文献

- 1 黄金老:“论债转股的理论和政策问题”,《金融研究》2000年第1期,63—70。
- 2 周天勇:“债转股的流程机理与运行风险”,《经济研究》2000年第1期,22—29。
- 3 吴有昌 赵晓:“债转股:基于企业治理结构的理论与政策分析”,《经济研究》2000年第2期,26—33。
- 4 刘拥力:“一个当局者的几点意见——也谈债转股空间有多大”,《经济学消息报》1999年第49期。
- 5 刘纪鹏 刘研:“‘债转股’与‘股转债’”,《改革》2000年第1期,20—22。

Abstract :The initial purpose of china 's Debt-to-Equity Swap is to save the banks and the enterprises who have being trapped in “ crises ”and finally achieve the ideal state of “ two-side win ”. But rational people have realized the effect of Debt-to-Equity Swap is far from the optimum. On the one hand ,it eliminates the existing bank risks. On the other hand ,it also generates new risks. So that is to say ,Debt-to-Equity Swap is in the contradiction. Meanwhile ,this paper explains the generation principle of the Debt-to-Equity Swap 's risk using detailed theoretic analysis ,denies the idea that the risks derive from unsuitable opportunity and then points out the true origin of the Debt-to-Equity Swap 's risk is the unsuitable mechanism which is devised for Debt-to-Equity Swap under the existing condition. Therefore ,we offer the method of minimizing the Debt-to-Equity Swap 's risk ,that is ,devising the optimal mechanism arrangement for current Debt-to-Equity Swap .

(责任编辑:方 平)